

## Raport jak marzenie

### W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Korzystny z punktu widzenia Fed raport z amerykańskiego rynku pracy wyraźnie poprawił nastroje inwestycyjne.** Słabszy przyrost zatrudnienia, spowolnienie płac i lekki wzrost bezrobocia wpisują się w scenariusz „miękkiego lądowania” i zdejmują z Fed presję, aby nadal podnosić stopy procentowe. Indeksy akcyjne zakończyły piątkową sesję na plusie, a rentowności amerykańskich obligacji silnie spadły - o kilkanaście punktów wzduż całej krzywej. Dolar osłabił się względem koszyka walut, a kurs EURUSD wzrósł powyżej 1,07. Złoty lekko osłabił się względem euro, a jednocześnie umocnił wobec dolara - na koniec dnia EURPLN był w okolicy 4,45, a USDPLN przy 4,15. Perspektywa końca cyklu podwyżek w USA wspierała krajowy rynek obligacji skarbowych - rentowności spadały, najsilniej na długim końcu krzywej.
- Kluczowym wydarzeniem dla krajowego rynku - i punktem odniesienia dla całego regionu - będzie posiedzenie RPP.** Decyzja w środę, a konferencja Prezesa NBP zapewne tradycyjnie dzień później. Rada znalazła się w bardzo interesującym punkcie - z nową projekcją dla PKB i inflacji oraz w nowym otoczeniu politycznym z dużą niepewnością co do dalszego kształtu polityki fiskalnej, w tym rozwiązań administracyjnych o znacznym wpływie na ceny. **Zakładamy, że nastąpi kolejna, ostrożna obniżka stóp o 25pb, z ryzykiem przesunięciem w stronę utrzymania stóp bez zmian.** Czynnikiem zachęcającym do obniżki (w ślad za zapowiedzią szefa NBP, że spadkowi inflacji będą towarzyszyć obniżki stóp) jest głębszy niż oczekiwano spadek inflacji w październiku. Pytanie jednak, co pokaże nowa projekcja inflacji, bo dla decyzji RPP kluczowe powinny być średnioterminowe perspektywy inflacji. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami horyzont projekcji powinien zostać wydłużony do 2026, dzięki czemu pokaże ona, że inflacja CPI na dobre zagości w ramach górnego przedziału odchylić od celu. Kluczowe dla ścieżki inflacji CPI w 2024-2025 będą założenia dotyczące stawki VAT na żywność (w naszym scenariuszu bazowym zakładamy przedłużenie jej obniżonego poziomu na cały 2024, ale jednocześnie przyjmujemy, że projekcja NBP będzie opierać się na powrocie wyższej stawki VAT), a także cen energii elektrycznej i gazu. Szczegółowe informacje dotyczące założeń poznamy

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

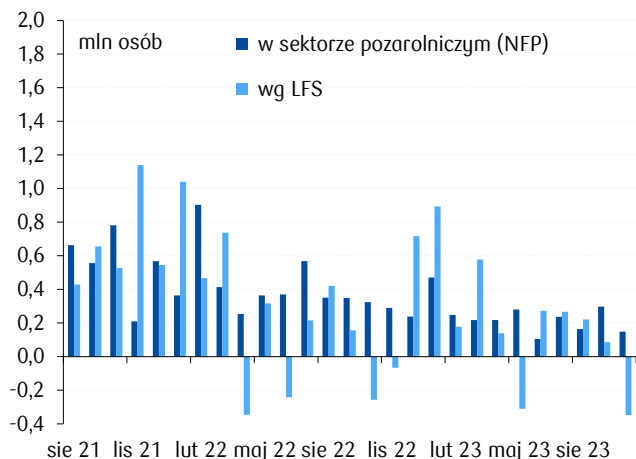
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-11-03	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,4545	0,0
USDPLN	4,1501	-1,0
CHFPLN	4,6197	-0,2
GBPPLN	5,1385	0,6
EURUSD	1,0734	1,1
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,15	-3
PL5Y	5,10	-13
PL10Y	5,47	-13
DE10Y	2,64	-8
US10Y	4,57	-9
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	72 473,3	0,9
DAX	15 189,3	0,3
S&P500	4 358,3	0,9
Nikkei**	32 696,3	2,3
Shanghai Comp.**	3 053,1	0,7
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1995,41	0,6
Ropa Brent	84,89	-2,3

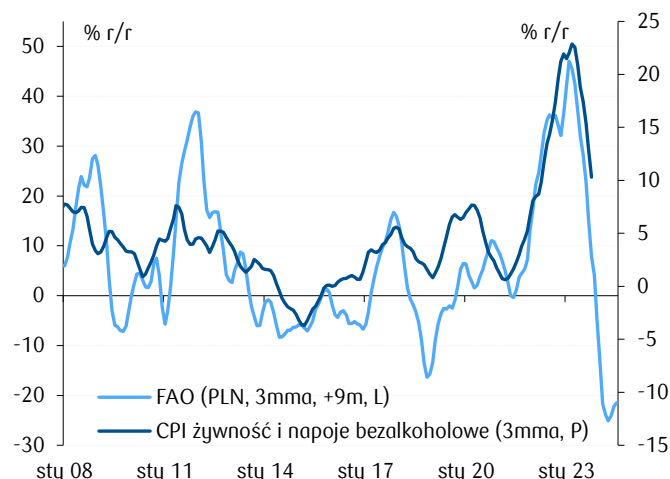
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Miesięczna zmiana zatrudnienia w USA



Źródło: Macrobond, FAO, GUS, PKO Bank Polski.

### Globalne i krajowe ceny żywności



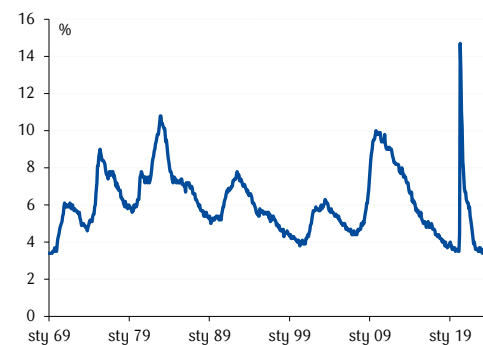
jednak dopiero wraz z publikacją *Raportu o Inflacji* pod koniec tego tygodnia lub w kolejny poniedziałek. Niezależnie od wyniku posiedzenia dostrzegamy ryzyka związane z możliwością zmiany funkcji reakcji RPP w kolejnych miesiącach, która może zmniejszyć nacisk na wzrost gospodarczy przy zwiększeniu determinacji w walce z inflacją. Nie spodziewamy się jednak, aby nawet w takim scenariuszu zmienił się kierunek polityki pieniężnej. Powrót do podwyżek stóp nie wydaje nam się uzasadniony i możliwy, ale skala i tempo obniżek stóp w 2024-2025 mogą się okazać mniejsze.

- **Kalendarz danych makro na ten tydzień jest mniej ekscytujący niż na poprzedni. W centrum zainteresowania pozostanie inflacja.** W środę poznamy zrewidowane dane inflacyjne z Niemiec za październik. Oczekujemy, że potwierdzą one proces szybkiej dezinflacji. W czwartek opublikowane zostaną październikowe dane CPI i PPI z Chin, które powinny potwierdzić utrzymywanie się tendencji deflacyjnych. Piątek przyniesie dane nt. inflacji CPI z Czech i Węgier. U naszych południowych sąsiadów inflacja najpewniej wzrosła w okolice 8,4% r/r ze względu na efekty bazy, ale nie zmieni to faktu, że Czechy są najbliższymi osiągnięcia celu inflacyjnego z wszystkich państw regionu – najpewniej nastąpi to w 1q24. W przypadku Węgier spodziewane jest spowolnienie wzrostu cen do 10,4% r/r z 12,2% r/r we wrześniu.
- **Wśród innych niż inflacyjne danych makro za granicą** warto zwrócić uwagę na tygodniowe dane z rynku pracy (czw.) oraz wstępny indeks nastrojów konsumenckich w listopadzie wg Uniwersytetu Michigan (pt.).
- W tym tygodniu warto też będzie słuchać licznych wypowiedzi przedstawicieli głównych banków centralnych, w szczególności J.Powella (śr. i czw.) oraz Ch.Lagarde (czw. i pt.).
- **W piątek o 22.00 Fitch zaplanował przegląd ratingu Polski.** Nie oczekujemy zmiany oceny wiarygodności naszego kraju (A-), ani jej stabilnej perspektywy.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

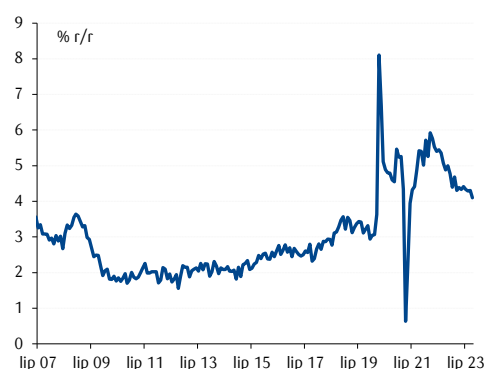
- **USA: Zatrudnienie w sektorach pozarolniczych w październiku wzrosło słabiej od oczekiwań, o 150 tys.** po zrewidowanym w dół wzroście o 297 tys. we wrześniu. Po rewizji okazało się, że w dwóch poprzednich miesiącach zatrudnienie było o 101 tys. niższe, niż wcześniej podawano. W październiku rośnie zatrudnienie w ochronie zdrowia (+77,2 tys.) oraz w sektorze rządowym (+51 tys.). Zatrudnienie w przetwórstwie obniżyło się natomiast o 35 tys. niemal w całości za sprawą strajku w sektorze motoryzacyjnym. Pod jego wpływem znalazły się też zapewne dane opracowane na podstawie badania gospodarstw domowych. W październiku 96 tys. osób, które mają pracę, nie wykonywało jej ze względu na spór z pracodawcą (najwięcej od 1997), metodyka badania nadal traktuje je jednak jako osoby pracujące. W tym bardziej zmiennym od danych NFP ujęciu zatrudnienie obniżyło się w ciągu miesiąca o 348 tys., a liczba bezrobotnych zwiększyła się o 146 tys. W rezultacie stopa bezrobocia wzrosła do 3,9% z 3,8% we wrześniu oraz 3,4% w kwietniowym dołku i była wyższa od oczekiwań. W październiku obserwowaliśmy dalsze hamowanie dynamiki wynagrodzeń godzinowych. Były one przeciętnie o 0,2% wyższe niż przed miesiącem, a ich roczna dynamika spowolniła do 4,1% z 4,3% we wrześniu i była najniższa od połowy 2021. **Październikowe dane z rynku pracy potwierdzają jego schłodzenie, jednak wpisują się w scenariusz „miękkiego lądowania”.** Wzrosty zatrudnienia hamują, dynamika płac jest coraz bliżej poziomu spójnego z osiągnięciem celu inflacyjnego, a stopa bezrobocia rośnie tylko nieznacznie i nadal utrzymuje się poniżej 4,0%. Przy okazji stopy bezrobocia warto naszym zdaniem przypomnieć **regułę Sahm**, która wskazuje, że recesja w USA zaczyna

#### Stopa bezrobocia w USA



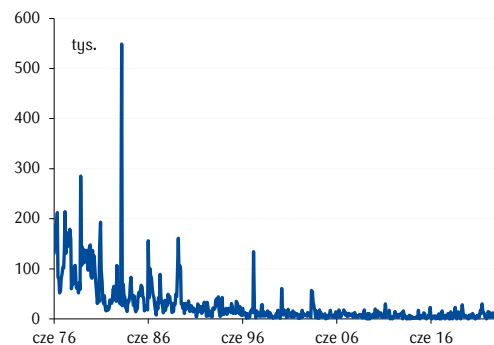
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Przeciętna płaca godzinowa



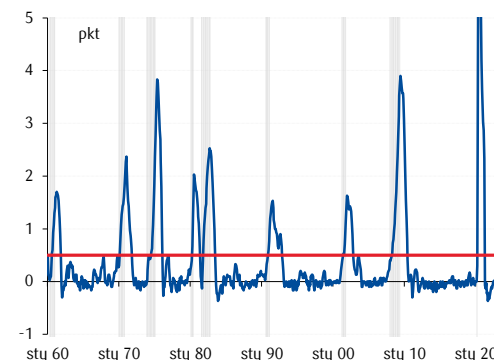
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Osoby mające pracę, ale je nie wykonujące ze względu na strajk



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Reguła Sahm i recesja w USA

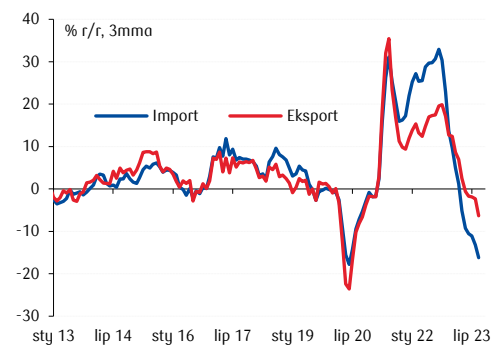


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

się, gdy 3-miesięczna średnia stopy bezrobocia rośnie o 0,5pp wobec swojego 12-miesięcznego minimum. Wskaźnik ten wynosi obecnie 0,33. Sygnał recesji z danych o bezrobociu wygenerowałyby dalszy wzrost stopy bezrobocia, do 4,1% w grudniu. Naszym zdaniem nie jest to przesądzone, a „miękkie lądowanie” ma szansę być kontynuowane.

- **USA: Indeks ISM dla sektora usługowego obniżył się w październiku do 51,8 pkt. z 53,6 pkt. we wrześniu** i był wyraźnie niższy od oczekiwań. Spadek indeksu w porównaniu z poprzednim miesiącem wynikał przede wszystkim z obniżenia wskaźnika aktywności/produkcji, który jednak utrzymał się wyraźnie powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. Badanie wskazuje też na słabszy niż przed miesiącem wzrost zatrudnienia. Jednocześnie przyspieszył wzrost nowych zamówień, co miało miejsce pomimo gwałtownego spowolnienia nowych zamówień eksportowych (spadek subindeksu o 14,9 pkt., do 48,8 pkt.). Badanie pokazuje dalszy wzrost cen w sektorze, jednak w nieco niższym tempie niż miesiąc wcześniej.
- **USA: Usługowy PMI w październiku wzrósł do 50,6 pkt. z 50,1 pkt. we wrześniu**, ale był o 0,3 pkt. niższy niż wstępny szacunek. PMI wskazuje na najwolniejsze od 3 lat tempo wzrostu cen w sektorze.
- **UE: Stopa bezrobocia w strefie euro wzrosła we wrześniu do 6,5% z 6,4% w sierpniu**, wobec oczekiwanej stabilizacji. W całej UE stopa bezrobocia zharmonizowanego wyniosła 6,0% i nie zmieniła się w porównaniu z wcześniejszym miesiącem. Wśród państw UE najniższe bezrobocie notują Czechy (2,7%) oraz Polska i Malta (2,8%). Najwyższe bezrobocie występuje w Hiszpanii (12,0%) oraz Grecji (10,0%).
- **ŚWIAT: Indeks cen żywności FAO spadł w październiku do 120,6 pkt. z 121,3 pkt. we wrześniu**. W październiku obniżyły się ceny cukru, zbóż, olejów roślinnych i mięsa, natomiast indeks cen produktów mlecznych lekko wzrósł. Wyrażone w USD ceny surowców rolnych były w październiku o 10,9% niższe niż przed rokiem, w ujęciu złotowym mamy natomiast spadek o 22,2% r/r. Kształtowanie się światowych cen żywności wskazuje na prawdopodobną kontynuację dezinflacji żywnościowej w Polsce.
- **POL: Nowy rząd będzie dążyć do tego, by ceny gazu i energii elektrycznej dla gospodarstw domowych i samorządów były w 2024 zamrożone na poziomie zbliżonym do tegorocznego** – wynika z wypowiedzi A.Domańskiego, posła PO i współautora programu tej partii. Poseł wskazał, że ewentualne przedłużenie zerowego VAT na żywność będzie przedmiotem ustaleń, przy czym podkreślał, że tego przedłużenia nie ma w przygotowanej przez obecny rząd ustawie budżetowej.
- **POL-KOR: Południowokoreański urzędnik rządowy przekazał anonimowo agencji Reuters, że pięć banków z Korei Południowej rozważa pożyczkę konsorcjalną jako środek wsparcia, który ma pomóc Polsce sfinansować zakup południowokoreańskich systemów artylerii rakietowej i myśliwców**. Agencja wskazała, że jest to pierwsza oznaka, że Seul pracuje nad usunięciem przeszkód finansowych dla Polski, aby umożliwić obu krajom zawarcie największego w historii Korei Południowej porozumienia w sprawie zakupu broni, szacowanego na ok. 23 mld USD.
- **POL: MRiT szacuje, że łączny koszt przyszłych wakacji kredytowych (przy ich maksymalnym wykorzystaniu) może wynieść 8,059 mld PLN**.
- **GER: Eksport Niemiec we wrześniu obniżył się o 2,4% m/m, silniej niż zakładano**, podczas gdy dane za sierpień zostały zrewidowane w górę, pokazując niewielki wzrost sprzedaży zagranicznej (0,1% m/m). Spadek eksportu był dość szeroki i dotyczył wszystkich głównych kierunków, podczas gdy jeszcze w sierpniu rosła sprzedaż zagraniczna do państw UE spoza strefy euro oraz do Chin. Spadek importu pogłębił się do -1,7% m/m (z -0,3% m/m w sierpniu), a spośród głównych kierunków wzrost odnotowano w przypadku

### Niemiecki handel zagraniczny - dynamiki



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

wymiany handlowej z USA. Wyższy niż przed miesiącem (o 7,5%) był również import z Rosji, który względem września 2022 obniżył się znacząco, o blisko 85%. W konsekwencji niemiecka nadwyżka handlowa stopniała do 16,5 mld EUR z 17,7 mld EUR w sierpniu. Dane wskazują, że słaba kondycja gospodarki niemieckiej to nie tylko efekt mizernej konsumpcji krajowej, ale również ograniczonego popytu zagranicznego

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 3 listopada</b>						
GER: Eksport (wrz)	8:00	% m/m	0,1	-2,0	--	-2,4
GER: Import (wrz)	8:00	% m/m	-0,3	-0,3	--	-1,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paź)	13:30	tys.	297	175	--	150
USA: Stopa bezrobocia (paź)	13:30	%	3,8	3,8	--	3,9
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paź)	13:30	% r/r	4,3	4,0	--	4,1
<b>Poniedziałek, 6 listopada</b>						
GER: Zamówienia fabryczne (wrz)	8:00	% m/m	3,9	-1,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (wrz)	8:00	% r/r	-4,2	-3,0	--	--
GER: PMI w usługach (paź, rew.)	9:55	pkt.	50,3	48	--	--
EUR: PMI w usługach (paź, rew.)	10:00	pkt.	48,7	47,8	--	--
EUR: Indeks Sentix (lis)	10:30	pkt.	-21,9	-22,4	--	--
<b>Wtorek, 7 listopada</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz)	8:00	% m/m	-0,2	-0,2	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (wrz)	8:00	% r/r	-2,0	-2,7	--	--
EUR: Inflacja PPI (wrz)	11:00	% r/r	-11,5	-12,5	--	--
USA: Bilans handlowy (wrz)	14:30	mld USD	-58,3	-60,0	--	--
USA: Kredyt dla konsumentów (wrz)	21:00	mld USD	-15,628	9	--	--
<b>Środa, 8 listopada</b>						
GER: Inflacja CPI (paź, rew.)	8:00	% r/r	4,5	3,8	--	--
GER: Inflacja HICP (paź, rew.)	8:00	% r/r	4,3	3,0	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz)	11:00	% r/r	-2,1	-3,1	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (lis)	--	%	5,75	5,50	5,50	--
<b>Czwartek, 9 listopada</b>						
CHN: Inflacja CPI (paź)	2:30	% r/r	0,0	-0,1	--	--
CHN: Inflacja PPI (paź)	2:30	% r/r	-2,5	-2,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis)	14:30	tys.	217	220	--	--
<b>Piątek, 10 listopada</b>						
HUN: Inflacja CPI (paź)	8:30	% r/r	12,2	10,4	--	--
CZ: Inflacja CPI (paź)	9:00	% r/r	6,9	8,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, wst.)	16:00	pkt.	63,8	63,5	--	--

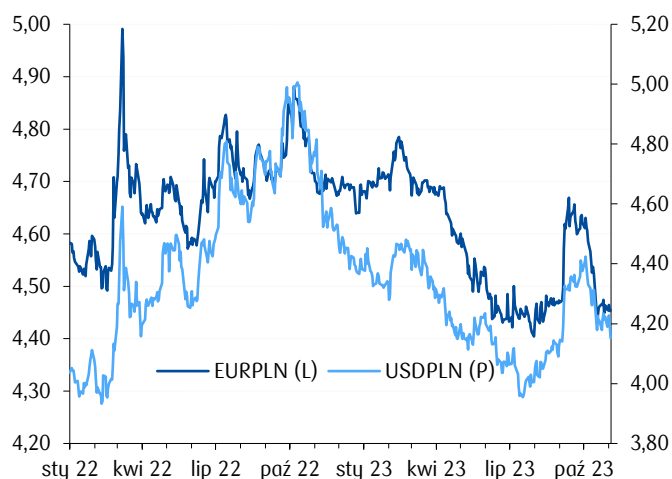
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-11-03	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,4545	0,0	-0,2	-2,8	-4,8	-3,5
	USDPLN	4,1501	-1,0	-1,6	-4,6	-12,2	4,7
	CHFPLN	4,6197	-0,2	-1,2	-3,0	-2,5	6,8
	GBPPLN	5,1385	0,6	0,3	-3,1	-4,0	0,4
	EURUSD	1,0734	1,1	1,5	1,9	8,5	-7,9
	EURCHF	0,9642	0,2	1,0	0,1	-2,4	-9,7
	GBPUSD	1,2373	1,6	1,9	1,5	9,7	-4,3
	USDJPY	149,36	-0,7	-0,2	0,0	1,4	42,9
	EURCZK	24,40	-0,4	-1,0	-0,4	0,1	-10,6
	EURHUF	378,78	-0,7	-1,0	-2,1	-5,9	3,2
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,15	-3	-7	-9	-312	514
	PL5Y	5,10	-13	-29	-37	-333	472
	PL10Y	5,47	-13	-30	-54	-275	428
	DE2Y	3,03	-2	-7	-9	90	383
	DE5Y	2,54	-6	-15	-22	37	336
	DE10Y	2,64	-8	-20	-25	35	326
	US2Y	4,84	-15	-16	-24	19	469
	US5Y	4,50	-14	-25	-25	18	412
	US10Y	4,57	-9	-26	-22	42	372
<b>Akcje</b>	WIG	72 473,3	0,9	3,1	13,4	38,6	64,3
	WIG20	2 177,3	0,9	3,5	16,4	36,0	43,6
	S&P500	4 358,3	0,9	5,9	1,2	15,6	33,3
	NASDAQ100	15 099,5	1,2	6,5	0,8	39,1	36,6
	Shanghai Composite**	3 053,1	0,7	1,2	-1,8	-0,6	-5,3
	Nikkei**	32 696,3	2,3	5,5	5,5	20,2	42,3
	DAX	15 189,3	0,3	3,4	-0,3	12,8	31,4
	VIX	16,98	-2,1	-19,9	-7,8	-34,3	-50,2
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	84,9	-2,3	-6,2	0,4	-13,9	126,6
	Ropa WTI	81,4	-2,0	-5,5	-1,7	-12,1	128,5
	Złoto	1995,4	0,6	0,7	9,1	19,2	6,1

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

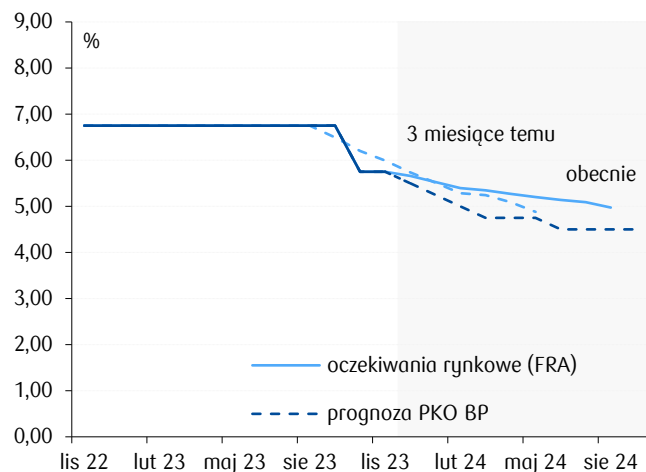
## Notowania złotego wobec głównych walut



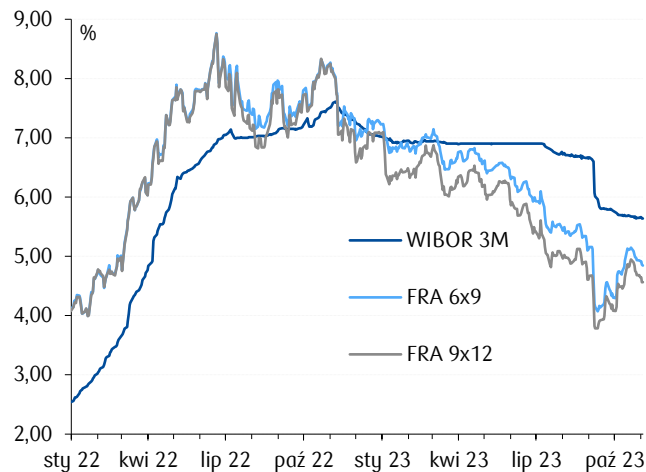
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



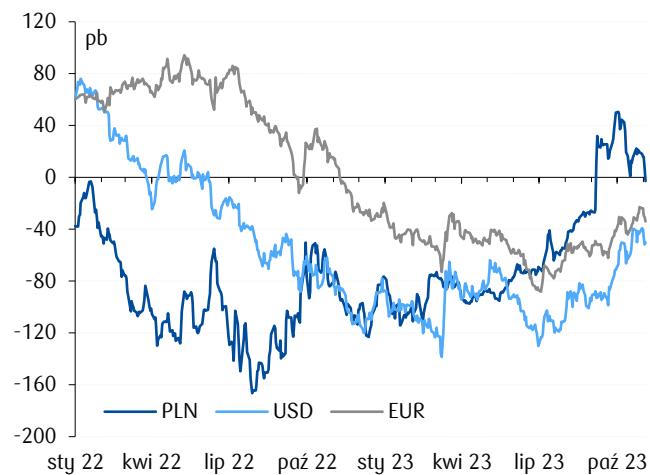
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



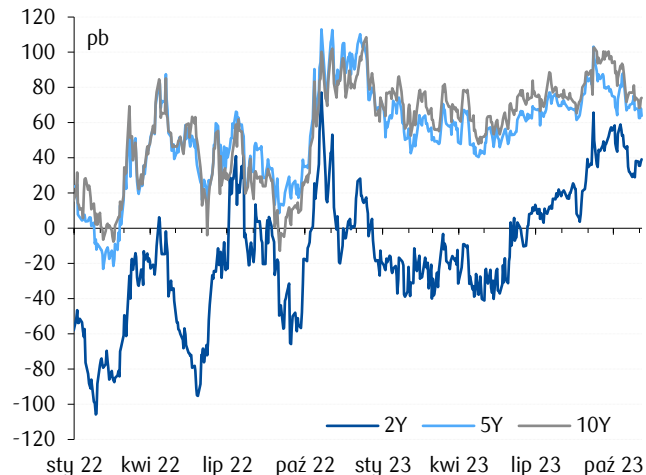
### Krótkoterminowe stopy procentowe



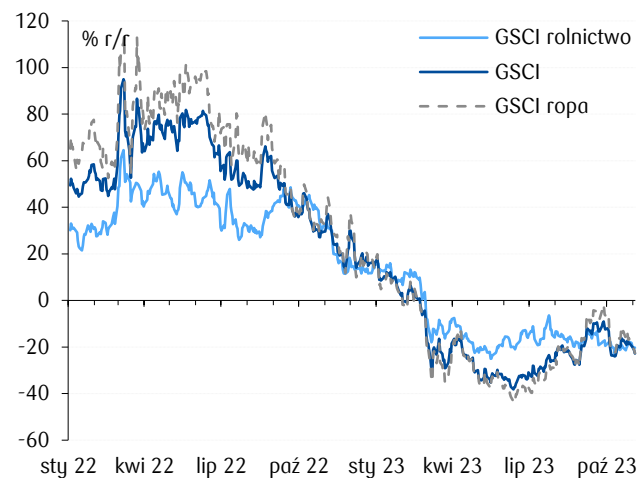
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



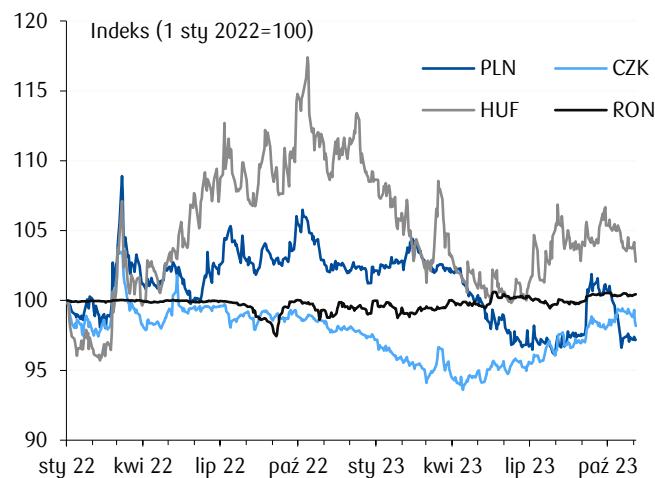
### Spread asset swap dla PLN



### Dynamika globalnych cen surowców w PLN



### Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.



